

2024 年 05 月 27 日

债券研究周报

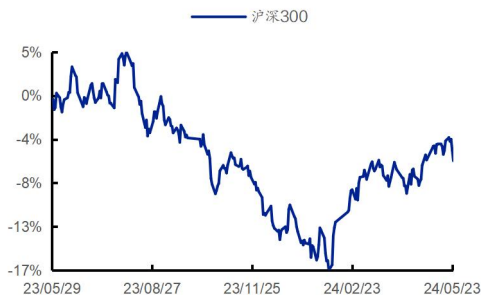
研究所:

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn联系人: 刘畅 S0350122080146
liuc06@ghzq.com.cn

“资金出表”如何影响机构行为？

债券研究周报

最近一年走势



相关报告

《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——
2024-05-20《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——
2024-05-13《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——
2024-05-07《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——
2024-04-30《固定收益点评：“固收+”基金的投资策略有何
变化？*靳毅》——2024-04-30

■ “资金出表”如何影响机构行为？

(1) 广义资管扩容。4月以来，大量表内资金流向表外，非银规模扩容，叠加原先配置的高息存款转向债券，其买债规模也有明显提升。从4月份债券托管数据来看，广义基金增持力度创2021年12月以来新高，达0.97万亿元。

(2) 机构配债有何变化？①基金：自央行表态以来，主力券种由利率债转向信用债。期限上，主要了增配1年以下的短端信用债，同时通过5Y二永债做适当的久期增强。②理财：同业存单始终是理财的配置主力，从期限结构来看，与去年相比，理财近期对1-3Y的信用债和二永债配置比例明显增加，整体持仓久期有所增加。

(3) 可关注哪些机会？本轮资金出表对债市的影响或将持续至三季度初。在这段区间中，非银机构对中短端信用债的需求量将维持高位，其利率或仍有下行空间，投资者可关注其中，尤其是中短端信用债以及5Y二永债的阶段性价差机会。

■ 机构资金跟踪

本周流动性保持宽松。R007和DR007收于1.82%和1.82%，与上周基本持平。6个月国股转贴利率收于1.37%，较上周减少1BP。

■ 机构行为量化指标

久期方面，本周绩优利率债基金久期较上周有所下行；“资产荒”指数较上周继续下行；杠杆方面，全市场杠杆率较上周基本持平，收于107.0%；理财市场方面，本周全市场产品破净率较上周基本持平，全部产品和理财子公司产品破净率分别为4.1%及4.7%。

■ 风险提示 需要警惕流动性的“退潮”；历史数据不能完全作为未来市场走势参考；模型测算可能存在误差；指数样本券调整可能会导致潜在的测算偏误；经济数据及经济政策超预期；信贷超预期。

内容目录

1、“资金出表”如何影响机构行为？	4
1.1、 广义资管扩容情况	4
1.2、 本轮机构配债结构有何变化？	5
1.3、 债市有哪些可参与的机会？	7
2、 机构债券托管量	8
3、 机构资金跟踪	8
3.1、 资金价格	8
3.2、 融资情况	9
4、 机构行为量化跟踪	10
4.1、 把脉基金久期	10
4.2、“资产荒”指数	12
4.3、 机构行为交易信号	12
4.4、 机构杠杆全知道	13
5、 资管产品数据跟踪	14
5.1、 基金	14
5.2、 银行理财	14
6、 国债期货走势跟踪	15
7、 广义资管格局	16
8、 风险提示	17

图表目录

图 1: 基金规模变化 (万亿元)	4
图 2: 货币基金规模变化 (万亿元)	4
图 3: 广义基金债券托管量 (亿元)	5
图 4: 商业银行债券托管量 (亿元)	5
图 5: 4 月末债市收益率快速上行	6
图 6: 基金每周对各券种净买入规模 (亿元)	6
图 7: 同业存单到期收益率 (%)	6
图 8: 理财每周对各券种净买入规模 (亿元)	6
图 9: 理财各周净买入信用债和其他债的期限结构	7
图 10: 广义基金债券托管量 (亿元)	8
图 11: 保险机构债券托管量 (亿元)	8
图 12: 证券公司债券托管量 (亿元)	8
图 13: 商业银行债券托管量 (亿元)	8
图 14: R007、DR007 与央行 7 天 OMO 利率	9
图 15: 6M 国股银票转贴现利率	9
图 16: 银行间市场质押式逆回购余额	9
图 17: 基金公司净融资情况	10
图 18: 基金公司正逆回购余额及结构	10
图 19: 银行理财净融资情况	10
图 20: 银行理财正逆回购余额及结构	10
图 21: 利率债基金久期测算	11
图 22: 绩优利率债基金久期	11
图 23: 中长期纯债基金久期分歧度	11
图 24: “资产荒”指数走势	12
图 25: 信用债需求指数走势	12
图 26: 二级资本债换手率信号	12
图 27: 超长债换手率信号	12
图 28: 二级资本债机构多空差信号	13
图 29: 超长债机构多空差信号	13
图 30: 全市场杠杆率测算	13
图 31: 广义资管杠杆率测算	13
图 32: 每周各类型基金成立规模 (亿元)	14
图 33: 2024 年基金收益率分布情况 (年化)	14
图 34: 理财产品破净率	14
图 35: 2024 年理财产品收益率分布情况 (年化)	14
图 36: 银行理财每周发行数量	15
图 37: 封闭式理财到期分布情况	15
图 38: 跨期价差走势	15
图 39: 次季 T 合约基差水平	15
图 40: 广义资管规模变化	16
图 41: 公募基金规模	16
图 42: 银行理财存续规模变化情况	16

1、“资金出表”如何影响机构行为？

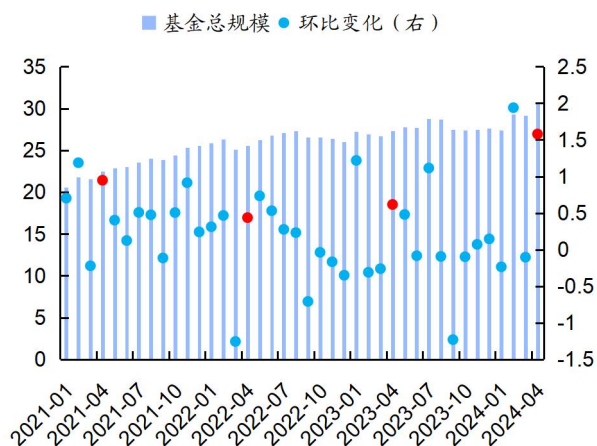
我们在报告《“资金出表”的3大看点》中曾分析过，在季初资金出表、保险资管存款认定收紧、手工补息禁止三个因素的影响下，4月份资金呈现出从银行“表内存款”大规模向“表外产品”转移的趋势。

那么，对于接收大量表内资金、规模快速扩张的非银端而言，其近期的债券配置行为有何变化？其中带来了哪些可参与博弈的机会？

1.1、广义资管扩容情况

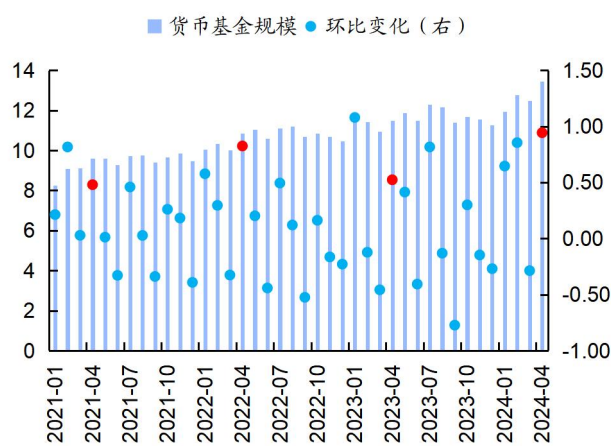
4月以来，大量表内资金流向表外。以基金为例，4月规模环比增加1.6万亿元，增量远超季节性。其中，货币基金增长0.9万亿元，规模几乎与2023年1月“赎回潮”后资金回流相当。

图1：基金规模变化（万亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

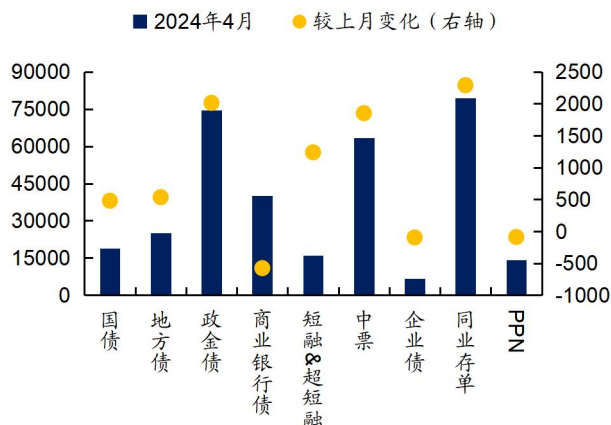
图2：货币基金规模变化（万亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

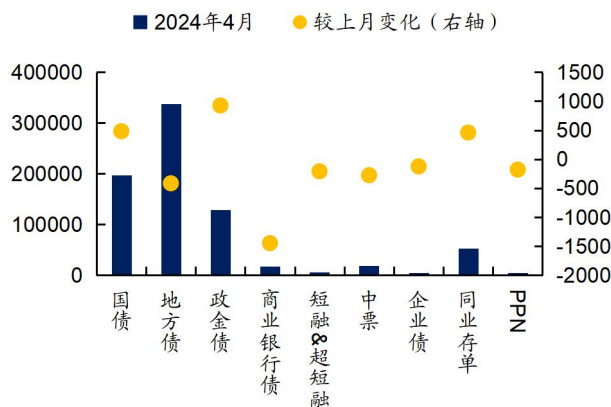
规模扩容，叠加原先配置的高息存款转向债券，非银机构的买债规模也有明显提升。从4月份债券托管数据来看，广义基金增持力度创2021年12月以来新高，达0.97万亿元。而与之相对的，商业银行债券托管增量自2022年8月以来首次转负，4月共减持0.12万亿元。

图 3：广义基金债券托管量（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：商业银行债券托管量（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、本轮机构配债结构有何变化？

1、基金

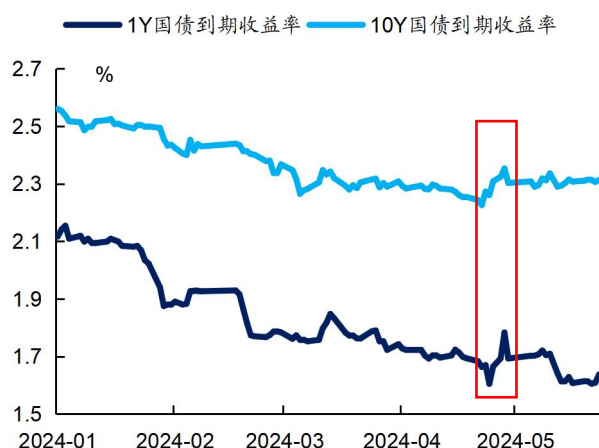
基金 4 月以来的债券配置情况可以分成三个阶段：

① **4月初-4月中旬**，主要增配利率债，其中又以 7-10Y 中长期品种为主。

② **4月下旬-5月初**，央行表示“长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间中”，导致债市出现大幅调整，基金因此遭遇一定赎回压力，净买入债券规模下行甚至转负，其中主要是大量减配了长久期利率债及时止盈止损。

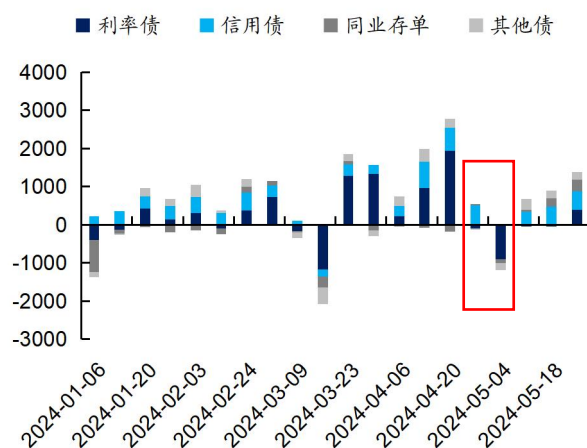
③ **5月中旬至今**，在央行“控制长端利率”的政策导向下，基金对利率债的净买入规模大幅减少，转而以信用债配置为主。期限上，主要了增配 1 年以下的短端信用债，同时对 5Y 二永债的净买入量也有明显提升，通过二永债做适当的久期增强。

图 5：4 月末债市收益率快速上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：基金每周对各券种净买入规模（亿元）



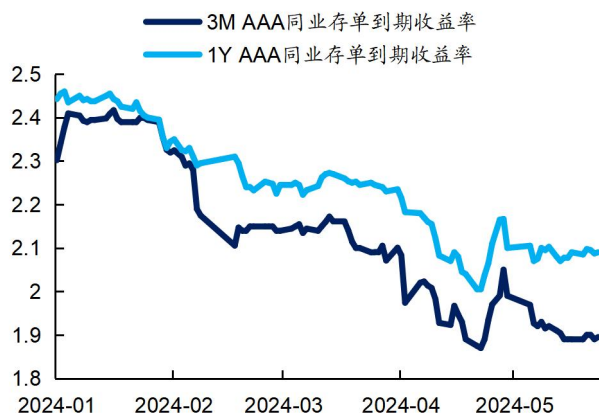
资料来源：Wind、国海证券研究所

2、理财

① 一方面，从券种结构来看，与基金不同，4 月末的债市调整并未显著影响理财对债券的净买入规模和结构，同业存单始终是理财的配置主力。4 月以来，理财对同业存单累计净买入超过 3000 亿元，与去年同期“赎回潮”回流时的规模相近。这也是 4 月债市调整前，支撑同业存单利率快速下行的原因之一。

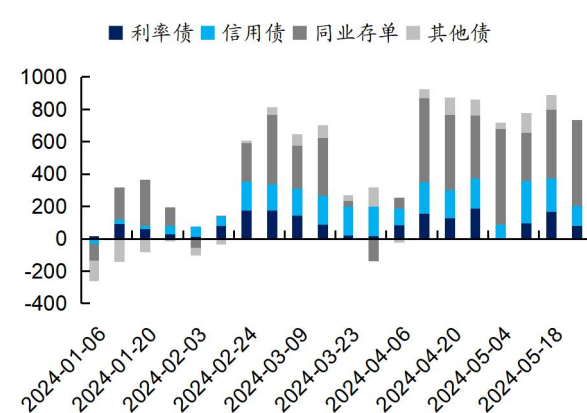
② 另一方面，从期限结构来看，与去年相比，理财近期对 1-3Y 甚至更长期的信用债和二永债配置比例明显增加，整体持仓久期有所增加，久期限制或适当放松。

图 7：同业存单到期收益率（%）



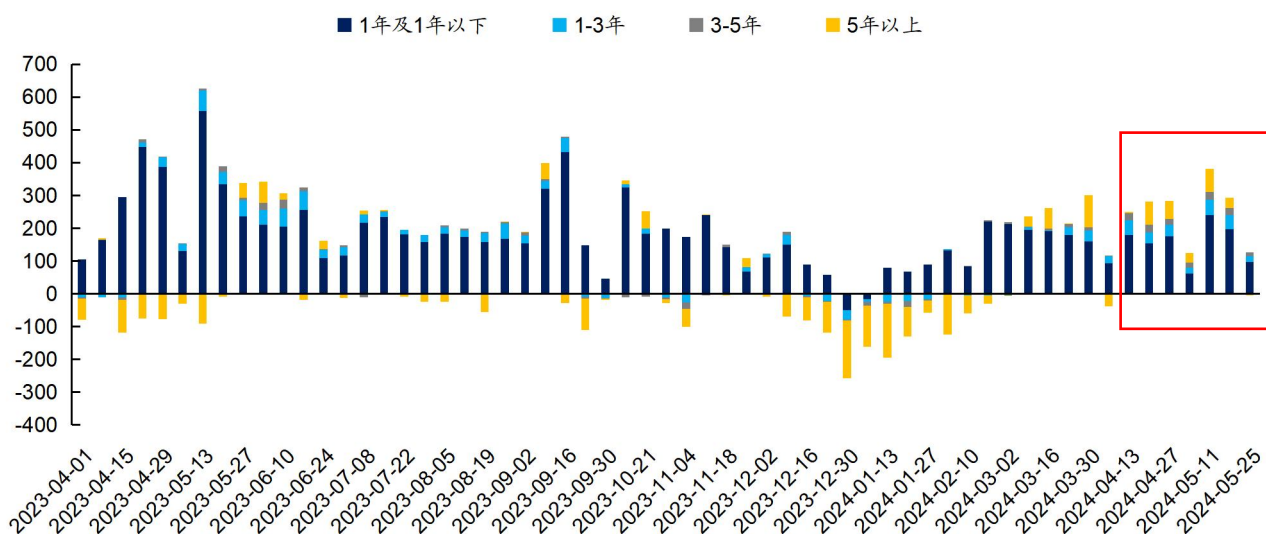
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：理财每周对各券种净买入规模（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9：理财各周净买入信用债和其他债的期限结构



资料来源：Wind、国海证券研究所

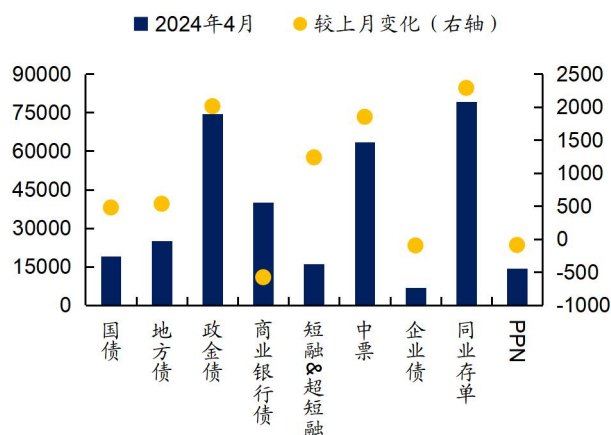
1.3、债市有哪些可参与的机会？

从近期非银机构债券偏好变化来看，其对中短端信用债的需求仍有较大空间。禁止手工补息、资金出表本质上加剧了非银的资产荒，叠加对长期利率债配置受限，基金和理财目前均增加了对久期策略的使用，以增强信用债带来的收益。其中，基金主要增配 5Y 二永债，理财则适当增加了 1-3Y 信用债和二永债的配置比例。

从持续性来看，我们在报告《“资金出表”的 3 大看点》中曾分析过，本轮资金出表对债市的影响或将持续至三季度初。在这段区间中，非银机构对中短端信用债的需求量将维持高位，其利率或仍有下行空间，投资者可关注其中，尤其是中短端信用债以及 5Y 二永债的阶段性博弈机会。

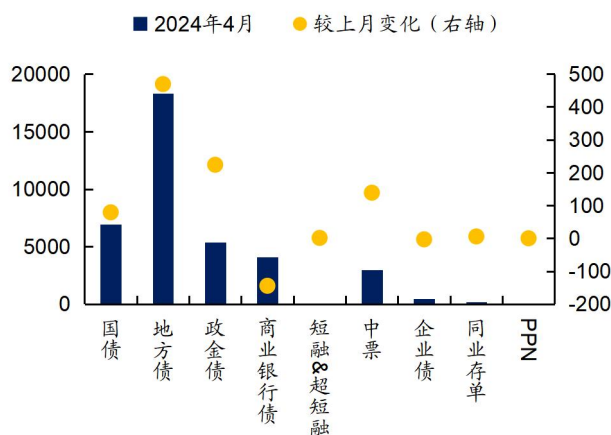
2、机构债券托管量

图 10：广义基金债券托管量（亿元）



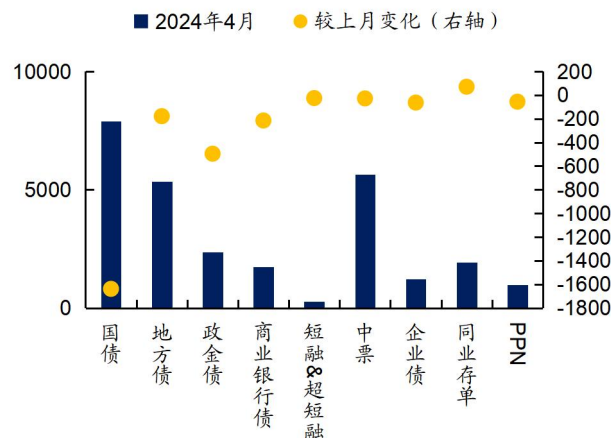
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11：保险机构债券托管量（亿元）



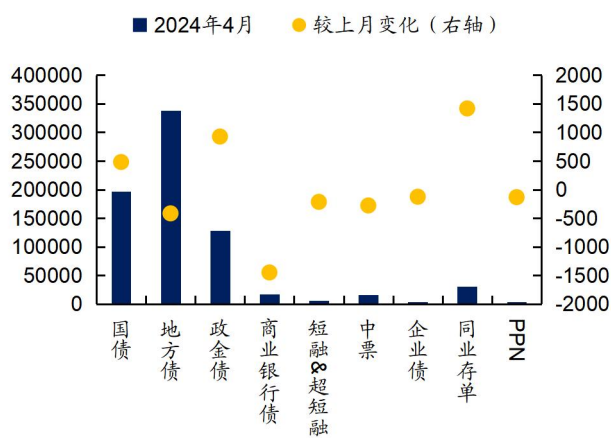
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：证券公司债券托管量（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13：商业银行债券托管量（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

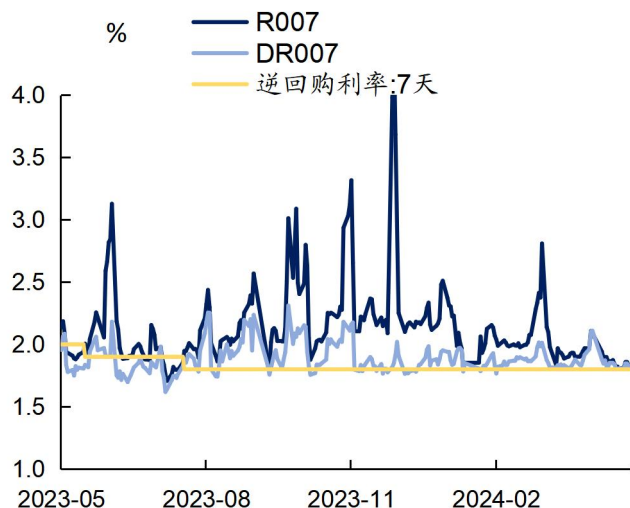
3、机构资金跟踪

3.1、资金价格

本周¹流动性保持宽松。R007 和 DR007 收于 1.82%和 1.82%，与上周基本持平。6 个月国股转贴利率收于 1.37%，较上周减少 1BP。

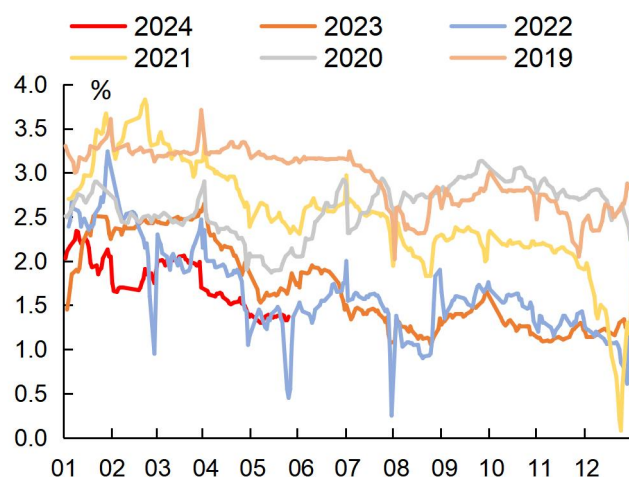
¹ 本周统计区间为：2024 年 5 月 20 日至 2024 年 5 月 24 日；上周统计区间为：2024 年 5 月 13 日至 2024 年 5 月 17 日；

图 14: R007、DR007 与央行 7 天 OMO 利率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15: 6M 国股银票转贴现利率

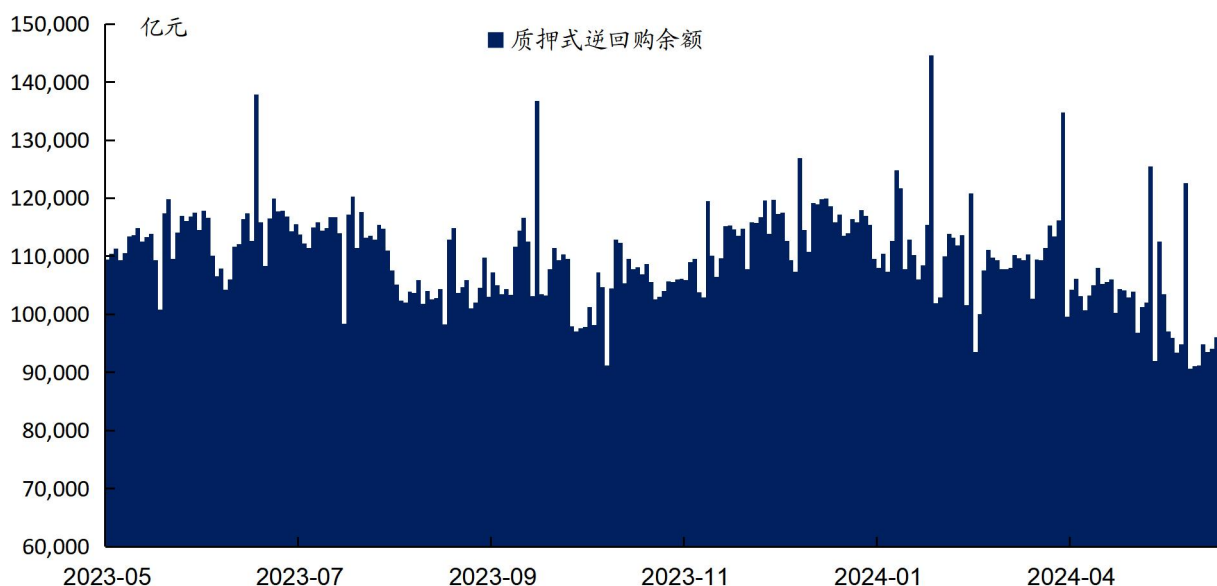


资料来源: Wind、国海证券研究所

3.2、融资情况

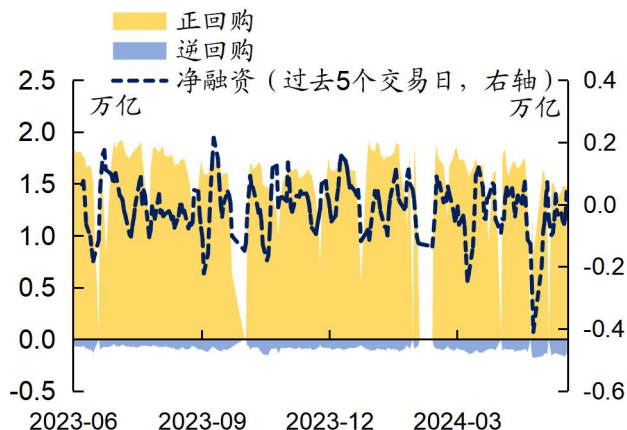
本周银行间质押式逆回购余额 95901.2 亿元,较上周增加 1.1%。从广义资管来看,本周基金公司、银行理财分别净融资 653.8 亿元及 82.9 亿元。

图 16: 银行间市场质押式逆回购余额



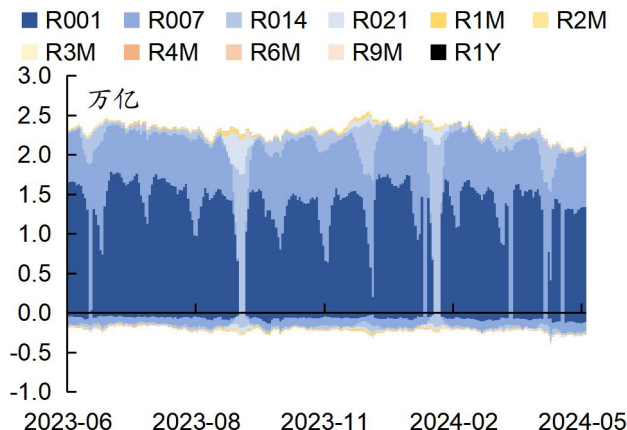
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 17：基金公司净融资情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

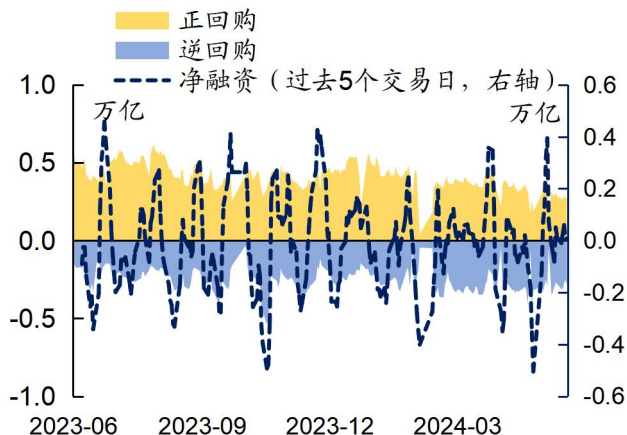
图 18：基金公司正逆回购余额及结构



资料来源：Wind、国海证券研究所

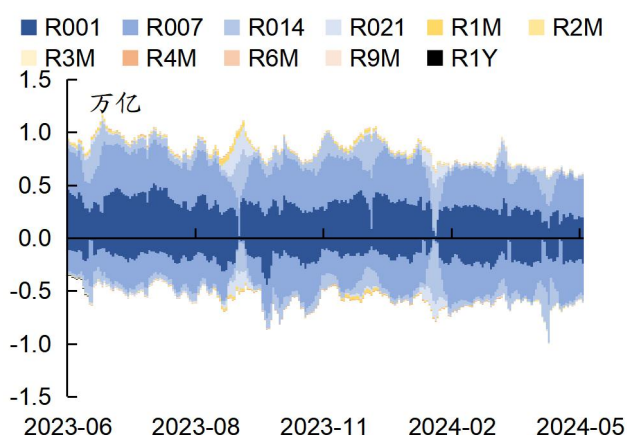
注：正值表示正回购余额，负值表示逆回购余额

图 19：银行理财净融资情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 20：银行理财正逆回购余额及结构



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：正值表示正回购余额，负值表示逆回购余额

4、机构行为量化跟踪

4.1、把脉基金久期

本周市场绩优和一般利率债基金久期测算值分别为 4.01 和 3.69，较上周分别下行 0.13 和 0.11。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/098054100062006077>